

中国消费

2024 展望：不均衡复苏延续；个股推荐顺序调整

我们预计 2024 年消费板块将延续 2023 年非均衡式的复苏态势。招银国际宏观团队预测明年社会零售总额将同比增长 7.6%，大概率凭借服务业贡献拉动。零售业来看，各类消费追求显现仍存在分歧，主流的消费趋势聚焦于--成分（护肤品/饮料）、价值（酒类/乳制品/婴配粉/包装食品）和内容（化妆品/免税店/奢侈品/珠宝）。消费降级可能会进一步下沉，考虑到供应端开店扩产意愿有限，量增长或将成为大部分公司维持成长曲线的关键。相反，高端化趋势在出游零售相关的领域继续明显。成本效益将备受关注，并将成为盈利增长的主要支持。

- **高端化仍在有效赛道持续发生。**明年食品饮料的涨价道路将更加难走。组合升级在同品提价难度提升后将成为高端化的唯一动力，但仍将为茅台/华润啤酒/青岛/伊利/农夫山泉/珀莱雅/巨子生物等具有商品差异化的龙头企业带来机会。白酒品牌继茅台后或将逐一启动涨价，啤酒品牌在高基数下面临更大的挑战，而护肤品牌则将借助内容迭代实现升级。相对乐观的奢侈品牌（普拉达/新秀丽/周大福）的增长将由价格（相同单品中单位数增长）和销量（中国出游消费复苏带动的中单位数增长）共同推动。尽管来年增长将更常态化，但我们估计奢侈品牌仍然优于其他消费细分赛道。然而，当高端休闲消费持续转向海外时，免税板块可能继续承压。
- **成本效益备受关注。**投入成本下降利好毛利率扩张将在 2024 年中进一步显现。根据我们的敏感度分析，啤酒厂对这一趋势最为敏感。在运营方面，削减行政成本成主流举措，而营销支出则是总体规划中的摇摆因素。
- **龙年对生育率的影响微弱。**据我们的观察，生育率上升与中国龙年生肖之间的相关性较低。我们宏观分析预测 2023/24/25 年新生儿数量将稳步增长 820 万/800 万/750 万。考虑到婴儿潮转化为企业利润所需的时间，奶粉行业仍难以在 2024 年实现颠覆性复苏。
- **个股及赛道推荐顺序调整。**定价能力的下滑或已诱发新一轮的估值下调，后续盈利预测调整或加剧市场波动。我们看好：1) 受益于中国出境游客消费力不减的区域性精品零售商；2) 仍有价格上行动力的食品饮料行业；3) 现金流健康和分红政策友好的企业。茅台（涨价和分红政策企稳）是我们的首选，其次是伊利（盈利预期趋于稳定）和新秀丽（涨价和区域支持）。

估值表

公司	代码	评级	目标价 (LC)	收市价 (LC)	市值 USD Mn	Upside (%)	市盈率 (x)	市净率 (x)	市销率 (x)	收益率 (%)	ROE (%)
食品饮料 - 必选											
华润啤酒	291 HK	买入	69.8	34.0	14,115	105.3	18.5	14.7	3.3	1.8	2.3
青岛啤酒	168 HK	买入	82.1	50.3	11,394	63.2	14.2	12.7	2.3	2.1	3.9
百威亚太	1876 HK	持有	16.9	13.4	22,708	26.1	23.4	20.8	2.0	1.9	0.0
贵州茅台	600519 CH	买入	2219.0	1750.7	308,103	26.7	29.6	24.9	9.5	7.8	1.4
伊利股份	600887 CH	买入	34.5	26.8	23,902	28.7	16.6	15.3	3.1	2.9	4.7
蒙牛乳业	2319 HK	买入	36.5	22.9	11,504	59.7	14.0	12.4	1.9	1.7	1.8
中国飞鹤	6186 HK	持有	4.9	4.4	5,106	11.4	8.1	8.0	1.3	1.2	5.5
农夫山泉	9633 HK	买入	56.9	44.9	64,545	26.9	44.5	37.4	17.2	15.5	1.7
百果园	2411 HK	买入	7.7	6.0	1,214	29.0	20.3	18.4	2.5	2.3	1.5
洪九果品	6689 HK	买入	6.4	5.6	1,023	13.5	4.5	4.1	0.9	0.7	n.a.
免税、化妆品、珠宝											
中国中免	601888 CH	买入	124.4	86.6	24,902	43.6	25.9	19.2	3.4	3.0	1.3
巨子生物	2367 HK	买入	48.9	35.3	4,488	38.7	25.1	20.3	7.7	5.5	-
珀莱雅	603605 CH	买入	138.3	98.5	5,475	40.4	37.4	30.3	9.1	7.5	0.8
贝泰妮	300957 CH	持有	81.6	69.2	4,104	18.0	26.3	21.9	4.6	4.0	1.2
上海家化	600315 CH	持有	21.4	23.1	2,184	-7.2	31.3	24.5	2.1	1.9	1.0
周大福	1929 HK	买入	18.6	11.1	14,255	67.0	16.2	14.2	3.0	3.3	11.0
新秀丽	1910 HK	买入	30.0	23.2	4,295	29.3	11.1	9.5	3.1	2.4	n.a.
普拉达	1913 HK	买入	70.2	43.3	14,161	62.3	20.2	18.1	3.4	3.1	n.a.
思摩尔国际	6969 HK	买入	11.0	6.7	5,278	63.7	23.8	18.1	1.8	1.7	1.4

资料来源：公司及招银国际环球市场预测

同步大市（维持）

中国消费行业

黄铭谦

(852) 3900 0838
josephwong@cmbi.com.hk

李昀嘉

(852) 3757 6202
bellali@cmbi.com.hk

相关报告：

1. [Botanee Biotech \(300957 CH\) – Headwinds endure](#) – Nov 27, 2023
2. [Yili Industrial \(600887 CH\) – 3Q rev/np +3%/59%; cost cut was key to profit growth](#) – Nov 1, 2023
3. [Budweiser APAC \(1876 HK\) – 3Q rev/np +2%/-1%; S.Korea disappointed](#) – Nov 1, 2023
4. [Prada SpA \(1913 HK\) – 3Q reported/cFX rev +3%/+10%; Miu Miu +48% - Nov 1, 2023](#)
5. [Tsingtao Brewery \(168 HK\) – 3Q rev/np -4.6%/+4.7%; above market expectation](#) – Oct 30, 2023
6. [Kweichow Moutai \(600519 CH\) – 3Q rev/np +13%/16%; mixed near-term outlook](#) – Oct 24, 2023

单价上涨节奏可能慢于预期

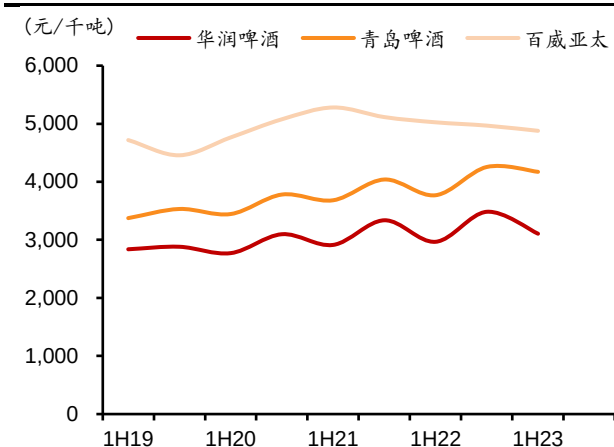
啤酒

我们预计啤酒高端化进程将在 2024 年延续，但其过程将更依赖产品组合的优化。2023 年中，华润、青岛、百威亚太透过单品提价和优化产品组合延续了啤酒高端化的进程。白酒消费降级趋势下，消费者对于相比之下更为平价的高端啤酒需求走高。从 3 家重点啤酒企业的表现可以看出，次高端以上产品的收入贡献占比不断提高。结合我们进行的渠道调研以及啤酒企业披露的前三季度数据，我们预计，在单品提价和销售组合升级的双重带动下，重点啤酒企业的 2023 全年销售均价可以实现中单位数以上的增长。

我们预计，2024 年中单品提价所能带来的啤酒企业收入改善将会减少。白酒消费向高端啤酒消费转移势头已在 2023 年中发生，预计明年实体将延续，并诱发部分超高端消费向高端啤酒、次高端转移的趋势逐渐显现。

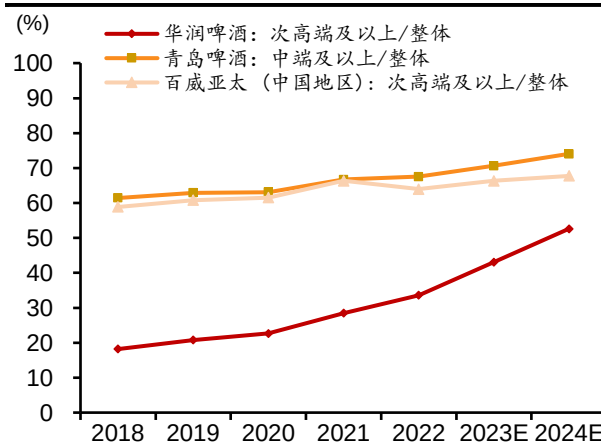
结合目前的宏观形势，3 家重点企业均表示区域性的单品价格上调可行性较高，但对于规模性提价和推新的意愿较低。我们预计啤酒企业在 2024 年的 ASP 提升为低单位数增长，并将主要依靠销售组合升级带动。但行业阶段性放缓不会对国内啤酒市场升级和高端化的长期发展路径作出系统性改变。根据我们的观察，中国高端啤酒渗透率约为 30%+，美国/欧洲/日本约为 80-90%。综上，在中国啤酒行业未来发展进程当中，高端啤酒销量仍有大幅增长空间。

图 1: 三家酒企啤酒 ASP 走势对比



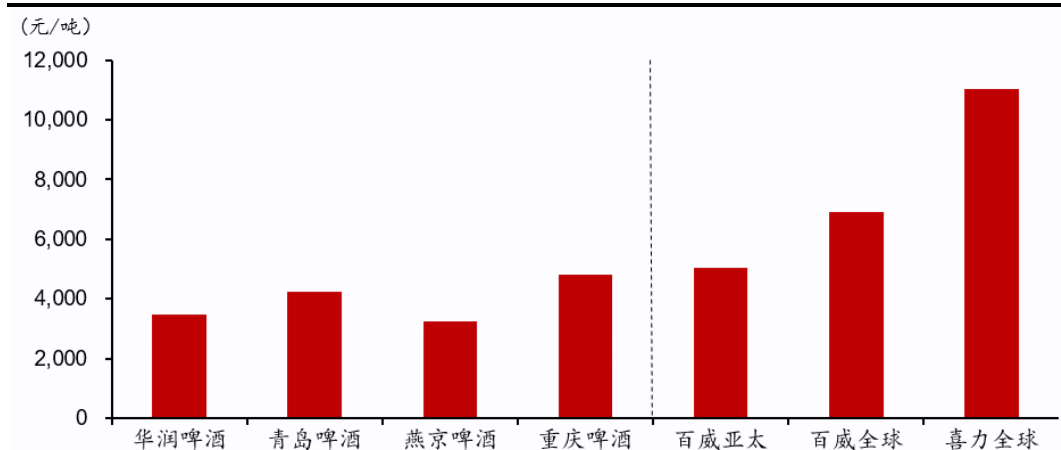
资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

图 2: 高端产品收入贡献占比增加，组合升级持续



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

图 3: 国内及海外啤酒企业销售吨价对比



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

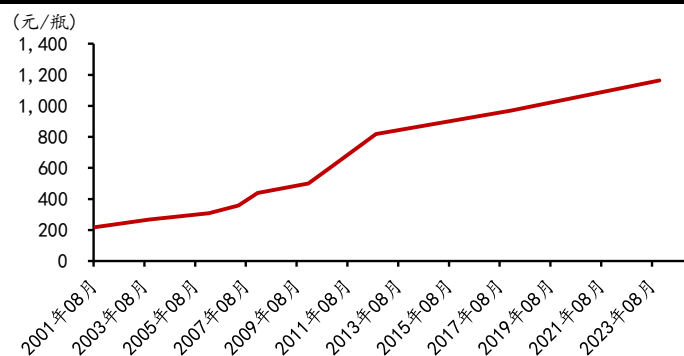
白酒

2024 年中，随提价举措逐步传到至销售端，茅台有望率先与行业竞争对手迎来基本面持续改善。我们认为，行业面临的价格倒挂及库存压力可能延续至年初，但龙头企业茅台的提价举措为其他品牌的高端及次高端产品在中长期内的发展提供了更大的向上发展空间。数年内，白酒行业涨价持续受政策端及舆论约束争议，年内行业深度转型周期中，茅台涨价有助于白酒行业理顺价格带，同时代表了监管层面对于行业高质量发展的支持，中长期来看，政策的支持有望缓解高端白酒行业面临的严峻挑战。

茅台此次涨价 20% 的举措可谓是公司市场化的更进一步举措，在行业遇冷周期内，茅台实现率先涨价，强化了其稳居高端白酒市场头部的地位，并消除了市场对于公司市场化定位的担忧。收入来看，虽然茅台自提价后没有出现渠道囤货以及集中订购现象，我们认为，出厂价没有大幅向终端传导的主要原因可能是淡季期内动销活力较弱，终端价格还需一段时间反应。利润来看，预计公司在 2024 年中，可以实现的渠道利差压缩，与经销商利润再分配并持续实现直营引流。自 2022 年以来，茅台通过对非标产品提价、新品推出、扩大直营渠道占比等举措也已有效提升均价。我们预计，通过持续改善运营机制，茅台在量价齐增的基础上可实现利润增速高于收入增速。

我们预计行业面临的库存压力可能持续至 2024 年初，随贵州茅台 2023 年 11 月 1 日将“飞天”出厂价提升 20% 以后，市场有多个关于白酒品牌提价的消息传出，高端市场中，对于“五粮液八代”和“国窖 1573”，五粮液及国窖均回应称，对提价保持观望态度。11 月初，五粮液曾否认过内部讨论提价传闻，并称正大力研发满足年轻消费者的低度酒。而 11 月末，有五粮液大商透露，公司旗下核心大单品“五粮液八代”将提价 100-200 元，提价幅度为 10-20%。11 月 1 日，泸州老窖的腰部产品--三款不同度数的 500ml“60 版特曲”经销商结算价均上调 20 元左右，上调幅度为 4%-5%，公司日常化的价格调整措施仍在实行；11 月末，公司公告称，“价格倒挂”现象在预计范围内，公司没有针对“国窖 1573”的价格调整计划。11 月末，洋河旗下头牌酒“40.8 度苏酒·头排酒”出厂价提升 3%。我们认为，酒企的决策侧面隐含了供应端提价动力仍然偏弱，中高端白酒消费需求遇冷趋势延续。

图 4: 茅台历轮提价 - 53 度飞天茅台出厂价



资料来源：公司公告，今日酒价公众号，招银国际环球市场

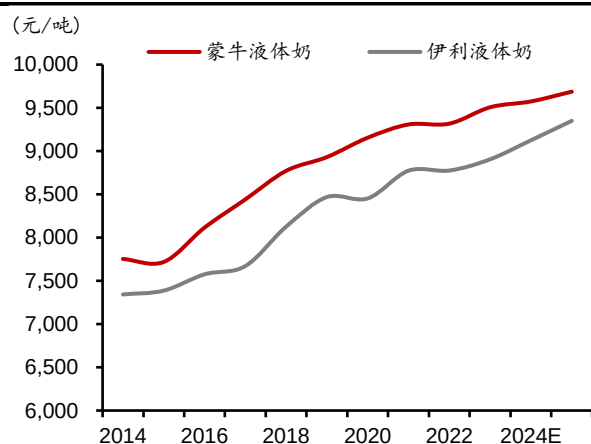
我们认为，在茅台提价的影响下“弱复苏，强分化”的白酒市场态势将延续至 2024 年。茅台此次提价意欲短期内提振信心，维稳高端白酒企业估值。展望明年，结构性机会仍然存在，终端零售价有攀升的可能。在当前白酒价格倒挂加剧市场中，酒企提价需首先解决库存积压量大的问题。鉴于高端白酒市场产量依然有限，且各品牌市场地位相对稳定，高端酒企在未来实现提价可能性高于中低端酒企。

乳品

明年龙头企业的营收及利润改善可能将会延续，但是 ASP 增长难以带动收入的明显提升。年初至今，乳品下游需求总量仍未实现恢复，中国乳制品产量增速低于牛奶产量。伊利、蒙牛的液奶销售额虽环比改善，但主要是由于两家头部企业依靠强大产业链体系抢占中小企业的市场份额实现增长，其中大多为基础产品消费的份额，导致两家公司液奶 ASP 增速放缓，线上销售数据甚至呈现下降。

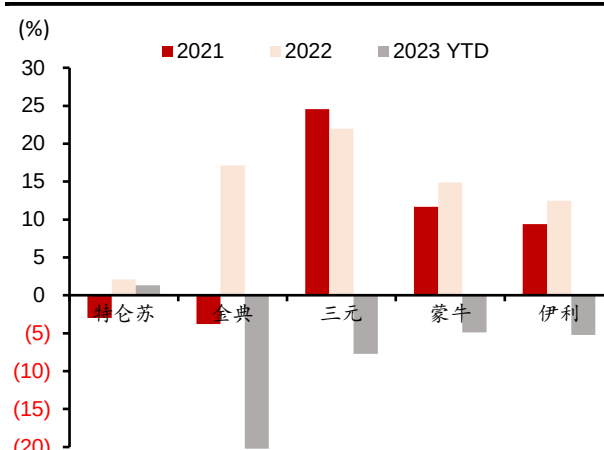
在中国乳品双寡头的市场中，液奶价格变动基本维持趋同。2023 年上半年中，蒙牛依靠高档产品（超高端特仑苏沙漠有机奶）带动结构优化，上半年的毛利率提升 1.4 个百分点至 38.4%。但是联营企业妙可蓝多因奶酪棒品类竞争激烈，营收和利润均大幅下滑，拖累净利。而伊利旗下金典和安慕希在下半年因推新实现环比改善。

图 5: 蒙牛、伊利液体奶 ASP 走势对比



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 6: 淘天平台上高端液奶与大众液奶 ASP 变动对比



资料来源：魔镜数据库，招银国际环球市场

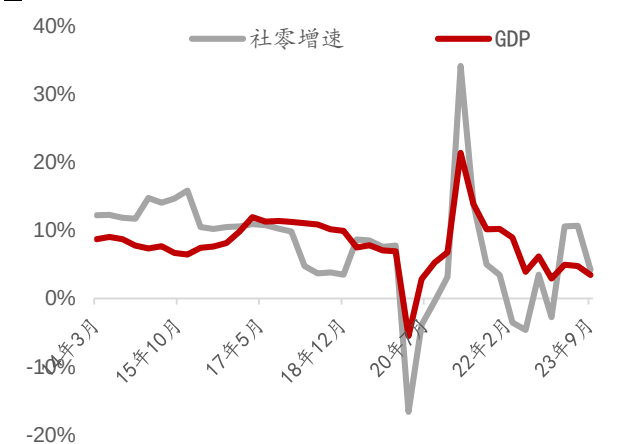
2024 年，我们认为蒙牛、伊利收入增长仍然依靠高端系列液奶迭代带动。原奶价格持续下行有利于龙头企业中低端产品向升级和高端产品推出节奏。但在消费降级的大背景下以上策略仍存在难度，减价促销或成维持市占主要手段。根据我们所追踪的线上销售数据，特仑苏品牌/金典品牌 2020 年线上平均售价分别为 96 元/件、108 元/件，分别相较大众常温白奶品牌溢价 52%/71%；2023 年初至今溢价比例收窄至 24%/19%。其他业务方面，由于常温酸奶定价普遍高于一般软饮、乳酸饮料，受居民消费意识转变影响，未来的销售增长存在受阻风险。奶酪同样属于订价偏高的单品，to C 及 to B 端的增长前景仍需时间检验。奶粉业务方面，中国新生儿人数走低情况延续。但是两家头部企业的奶粉业务定位中、高端客群，在一众小品牌在新国标注册落地后逐步出清，龙头企业的市场份额稳步提升。

美妆护肤品

行业新周期开启，发展拥抱新常态

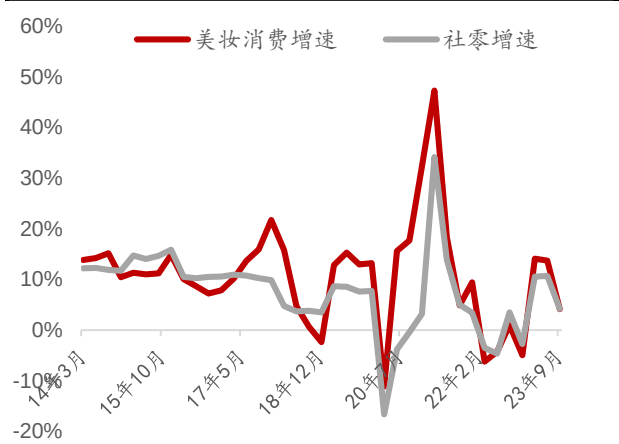
我们认为 2022-23 年美妆、护肤行业的增速放缓可能标志着行业新周期的开始，2024 年的行业整体增速或将维持，大概保持与社会零售总额增速趋同，并维持在 6%-7% 左右的增速区间。我们认为，美妆板块作为非必选类消费，受宏观因素影响明显，当前的降速或标志着更长期以及更深度的调整周期以及开始。回顾往期，2017-18 年 GDP 增长过渡性放缓，社零增速放缓明显，但是居民消费升级趋势依旧明确，电商向次级城市加速渗透，国货品牌向高质量发展，美妆、护肤行业消费年度总额保持增长。2019-2021 年期间，虽有疫情影响，得益于电商及社交媒体的普及、网红经济的成熟、化妆品购物向线上的迁移，中国化妆品零售总额于 2021 年首次突破 4,000 亿元大关。然而，2022 年却未能继续增长，全年化妆品零售总额跌至 3,936 亿元，下降 4.5%，是 6 年以来的首次负增长。我们认为，除了 2022 年宏观环境发生转变外，还有两点原因：1) 消费模式变化下，直播商业模式趋向于常态化发展，红利迅速减少，销售方加大让利幅度，护肤品市场进入白热化竞争；2) 居民消费心理越加成熟，叠加不确定因素萦绕，对于非必选类的消费更趋于理性。

图 7：GDP 与社会零售额季度增速对比



资料来源：万得，招银国际环球市场预测

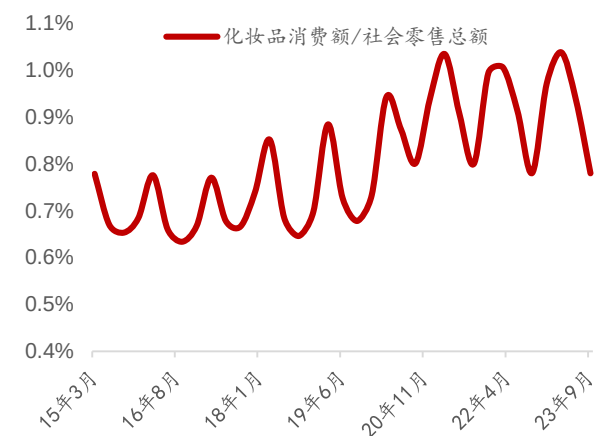
图 8：美妆消费额与社会零售额季度增速对比



资料来源：万得，招银国际环球市场预测

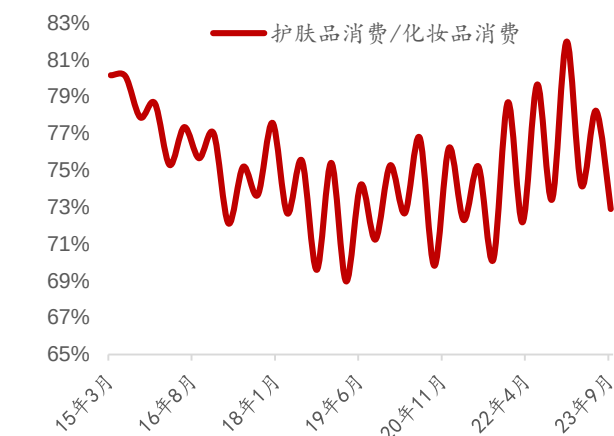
护肤品相较于彩妆品普遍订价更高，除了盲目跟风种草、拔草以外，消费者们细分各项需求，目标在于找到最适合且最高性价比的产品。渠道全面竞争以及消费者心理方面所带来的市场变化仍在延续。美妆、护肤行业消费占比由 2015 年的 0.7% 提升至 1%，而护肤品板块占比行业比例由 80% 下降至 73%。这反映出美妆、护肤行业的非必选消费属性有所减弱，且居民对于单价普遍更高的护肤品消费可能更加谨慎。在宏观局势变化下，护肤品品牌们或面临更严峻的挑战。

图 9：美妆类消费占比社零消费变化趋势



资料来源：万得，招银国际环球市场预测

图 10：护肤品消费占比美妆类消费变化趋势



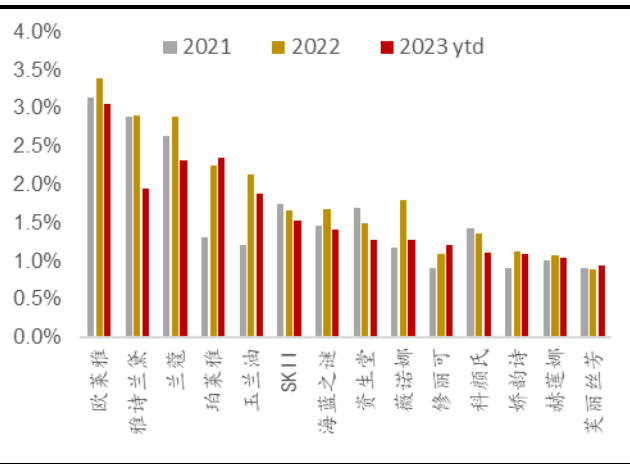
资料来源：万得，招银国际环球市场预测

护肤市场白热化竞争持续，“高性价比”成最大优势

竞争格局来看，根据淘天平台的数据，护肤品线上售价从 2021 年起至今，约下降 5.3%、CR 前 15 名的品牌中有 12 个品牌都经历了市占率下降，品牌间的竞争愈发激烈。大促 GMV 排名来看，今年双十一期间，国际品牌欧莱雅历史性的从第 1 名跌至第 2 名，而国产品牌珀莱雅由 618 的第 4 名提升取得第 1。总体来看，国际品牌依然在榜单中占据主导地位，且仍有新的贵价品牌上榜，日韩品牌目前均退出前 10。我们认为，“消费降级”或“两极分化”都不能单一定义现阶段的中国护肤品市场。

我们认为，消费者对于高性价比和高功效性的追求将会引领未来一段时间的行业发展趋势。据我们的观察，由 2021 年起至今，市占率排名前 15 的品牌整体市占率由 23.8% 小幅下降至 23.4%。而珀莱雅、修丽可和芙丽芳丝的市占率逆势走高。我们认为，这主要归功于“功效性”护肤热潮的发展。珀莱雅虽不属于强功效护肤品品牌，但是依靠着推出“早 C 晚 A”（即晨间抗氧化+晚间刺激自身胶原蛋白生长）的护肤概念，成功将单品与“强功效性”护肤绑定；修丽可作为美国医学专家研发的高端院线品牌，主打超浓度、强修复性精华类产品；芙丽芳丝的主要单品是具有修复功效的洗面奶，添加成分可以中和自来水的酸碱度，以维护敏感肌人群的皮肤状况。

图 11: 淘宝天猫各品牌市占率



资料来源: 美丽修行大数据, 招银国际环球市场预测

图 12: 往届大促天猫平台 GMV 排名

2023年		2022年	
双十一	6.18	双十一	6.18
1 珀莱雅	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅
2 欧莱雅	兰蔻	雅诗兰黛	雅诗兰黛
3 兰蔻	雅诗兰黛	兰蔻	兰蔻
4 雅诗兰黛	珀莱雅	玉兰油	玉兰油
5 薇诺娜	玉兰油	珀莱雅	珀莱雅
6 海蓝之谜	海蓝之谜	薇诺娜	海蓝之谜
7 玉兰油	赫莲娜	资生堂	薇诺娜
8 修丽可	SK-II	SK-II	赫莲娜
9 赫莲娜	修丽可	修丽可	修丽可
10 娇兰	薇诺娜	娇兰	资生堂

资料来源: 美丽修行大数据, 招银国际环球市场

成分关注期后, 功效护肤意识崛起

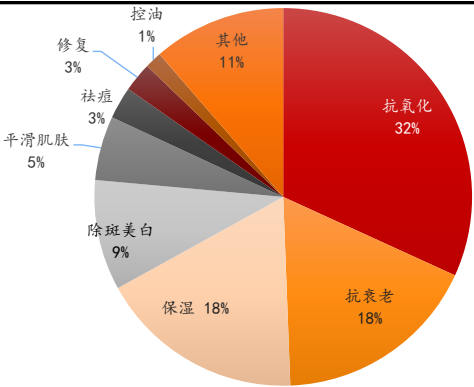
近几年中, 功效性护肤品赛道景气度走高、发展迅猛, 不少品牌拓展皮肤药品属性的技术研发并加以宣传, 向消费者注入了: 通过运用活性成分修复皮肤, 并缩短改善期、加速恢复期、且叠加多重功效于一体的理念。“强功效性”已经成为很多品牌们塑造“高性价比”定位的核心竞争力。2022 年各种在线调查中与护肤品相关的搜索频率显示, 与 2020 年相比, 对草本成分的搜索明显下降。大约一半与护肤品相关的搜索与抗氧化和抗衰有关。

图 13: 成分热度向功效性转移

2020	2022
Top 1 Centella asiatica extract (积雪草)	Nicotinamide (烟酰胺)
Top 2 Selaginella tamariscina extract (复活草)	Hyaluronic acid (透明质酸钠)
Top 3 Laminaria extract (海藻)	Tocopherol (生育酚)
Top 4 Chamomile extract (洋甘菊)	Centella asiatica extract (积雪草提取物)
Top 5 Aloe extract (芦荟)	Glabridin extract (光果甘草根提取物)

资料来源: 美业研究院, 美丽修行大数据, 招银国际环球市场

图 14: 护肤品搜索中一半与抗氧化/抗衰老功效相关



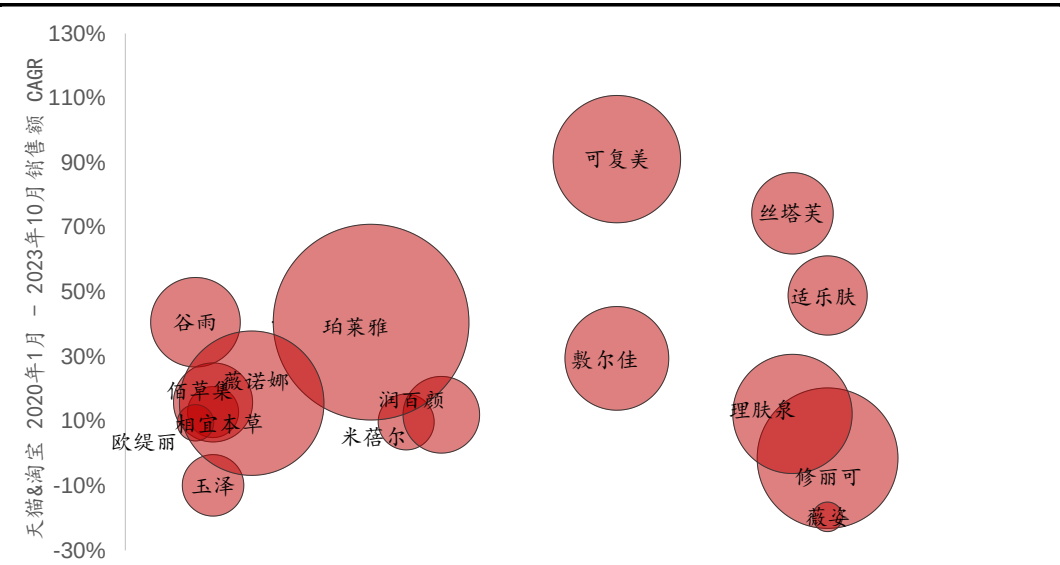
资料来源: 美丽修行大数据, 招银国际环球市场

本土品牌差异化发展、海外品牌加入平价竞争行列

近年来，本土及国际功效性护肤品品牌发展强劲。根据我们统计相关品牌的数据，巨子生物旗下的可复美主打重组胶原蛋白类产品，以医美光电类手术后紧急修复功效出圈，品牌销售额实现在过去 4 年中 CAGR 达到 91%。而以云南草本为主要成分的薇诺娜同期增速仅为 16%，与相宜本草、佰草集等主打舒敏的草本萃取类品牌一致。

海外品牌方面，虽然欧莱雅集团旗下的适乐肤、理肤泉、修丽可等品牌的增速相较于胶原类产品略缓，但是市场规模已不容小觑。相关数据中也可以看出，海外品牌的受追捧度与本土品牌相当，并且相同功效下，海外品牌定价甚至做到更低。

图 15：淘宝天猫平台上各品牌 GMV 增速与市占对比



注：品牌圆圈大小示同期内平台上销售额

资料来源：魔镜数据库，招银国际环球市场预测

图 16：海外品牌性价比突出

品牌	本土/海外	商品名称	天猫双十一价格	365 天累计销量	成分定位
理肤泉	海外	B5 修复霜	80/40 ml	500 k+	生物活性成分复配
雅漾	海外	修复霜	68/40 ml	80 k+	生物活性成分复配
丝塔芙	海外	四维面霜	130/45 ml	100 k+	生物活性成分复配
薇诺娜	中国	特护霜	168/50 g	400 k+	植物萃取
谷雨	中国	美白修复霜	168/130 g	300 k+	植物萃取



资料来源：淘宝，招银国际环球市场

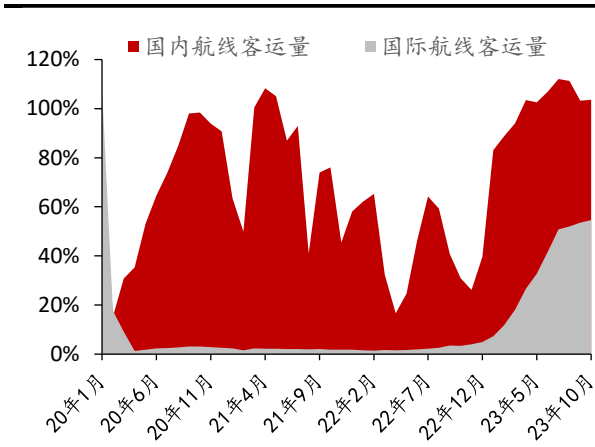
高端消费

2024 年旅游消费方面，全球旅游消费活动在中国出游复苏下将维持平稳修复态势。据媒体报导，截止 10 月中旬，我国国际定期客运航班班次已恢复 2019 年的 55.6%。其中中方/外航执飞恢复至 2019 年 57.5%/42.5%。截至目前，浦东、首都国际机场的国际（含港澳）旅客客运量仍较 2019 年低 65%/72%。今年以来，中国旅客出行活动意愿恢复迅速，但是受多重因素影响，国际航线完全恢复可能需要更长时间。我们认为，随航班供应持续修复，中国的旅客的跨境出行需求将在 2024 年中进一步释放，并拉动全球的旅行零售。

我们认为，疫情后的全球的商务及休闲旅行积压需求仍在释放中，新秀丽有望维持强劲增势。今年 3 季度亚洲区销售净额增长 41%，带动整体销售额增长 21%，且 4 季度中并未出现减弱势头；定位高端客群的 Tumi 品牌销售同比增长 29%。明年中，公司有望借 TUMI 女士系列推出以及新秀丽主品牌的折扣收窄和品牌形象提升实现 ASP 的多方位提升。

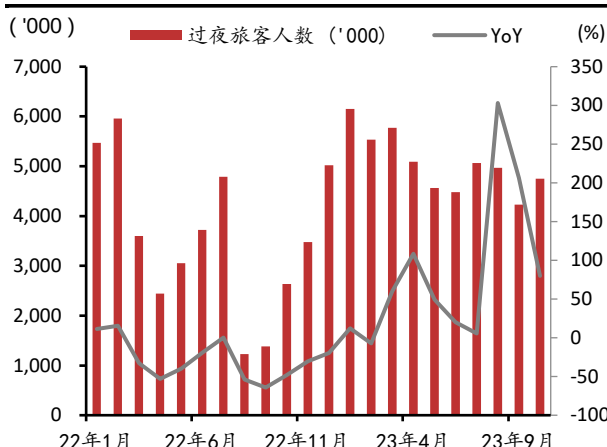
中国旅游市场来看，虽然居民消费意愿走弱致使转化率承压，中国中免 ASP 及销售额将在 2024 年维稳提升。我们认为，中端客群向高性价比目的地及产品消费转移的趋势可能利好境内免税购物需求增长。同时，得益于新品牌入驻免税城及机场门店品牌升级，产品组合和库存水平将实现优化和改善。赴岛旅客数据来看，10 月的三亚凤凰及海口美兰国际机场客流量已超出 2019 年同期。海口海关数据显示，10 月全岛免税消费金额达到 33 亿元，同比增长 44%；免税购物人次达到 54.4 万人，同比增长 117%。

图 17: 对比 2019 年的内地/国际航线客运量



资料来源：万得，招银国际环球市场预测

图 18: 海南过夜旅客每月人数及同比变化



资料来源：万得，招银国际环球市场预测

国际奢品方面，普拉达有望在实现 ASP 稳步增长的同时保持提升市占率。公司预计 ASP 升幅为 4%，一致于今年的提价幅度且保持低于其他顶奢品牌。2023 年初至今，香奈儿将中国区的产品提价两次，提价幅度分别为 7-12% / 6-8%。爱马仕同样预计在中国市场于 2023 年内提价 2 次，12 月的涨价幅度预计为 6-12%。LV 品牌更是在 2023 年初至今进行了 3 次规模性提价。我们认为，顶奢品牌在亚洲地区的提价意图依然明确，欧洲奢侈品市场依赖旅行零售，明年中中国旅客到访量增加有望支持市场实现常态化增速。我们认为，普拉达集团的涨价幅度更为谨慎，贴合当前环境内的消费心理。同时，子品牌 Miu Miu 在中国及日本市场仍维持着强劲的增长势头。

图 19: 奢侈品中国市场 4 年以来提价幅度

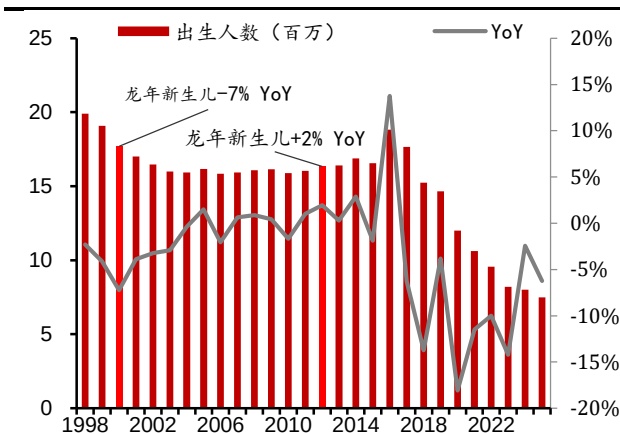
Louis Vuitton	2019.7	2020.1	2020.7	2021.1	2022.2	2023.2	2023.6	2023.9	4年涨幅
Neverfull 中号	¥ 10,000	¥ 10,900	¥ 11,700	¥ 12,000	¥ 14,400	¥ 14,400	¥ 14,400	¥ 14,800	48%
Pochette Metis 中号	¥ 13,300	¥ 13,800	¥ 14,900	¥ 15,900	¥ 17,400	¥ 17,400	¥ 19,100	¥ 19,700	48%
Nano Speedy	¥ 8,250	¥ 8,600	¥ 9,250	¥ 9,250	¥ 10,200	¥ 12,800	¥ 13,900	¥ 14,800	79%
Chanel	2019.5	2019.11	2020.5	2020.11	2021.7	2022.11	2023.3	2023.6	4年涨幅
CF 中号	¥ 38,100	¥ 42,600	¥ 48,900	¥ 51,500	¥ 56,100	¥ 66,500	¥ 74,900	¥ 80,500	111%
2.55 中号	¥ 38,100	¥ 42,600	¥ 48,900	¥ 51,500	¥ 56,100	¥ 66,500	¥ 74,900	¥ 80,500	111%
19 小号	¥ 34,200	¥ 34,700	¥ 36,500	¥ 36,500	¥ 40,100	¥ 41,500	¥ 47,100	¥ 50,500	48%

资料来源：品牌官网，招银国际环球市场

农历龙年对新生儿出生率影响有限

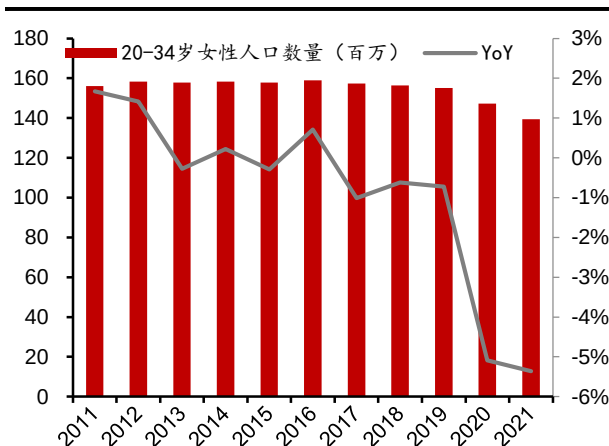
新冠疫情对新生人口出生率的影响将在 2024 年逐渐稳定。2019 年至 2021 年，中国出生率由 10% 以上降至 7.52%，并于 2022 年降至 6.8%。据测算，中国 20-35 岁年龄区间的女性人数正在以每年 2-3% 的速度正常化，结合青年失业率和收入预期，年轻人推迟生育计划的趋势可能会阶段性维持。据我们的观察，生肖偏好对于生育决策影响有限，预计 2023-2024 年的中国人口出生率将保持在正常区间。

图 20: 中国出生人口及同比变化趋势



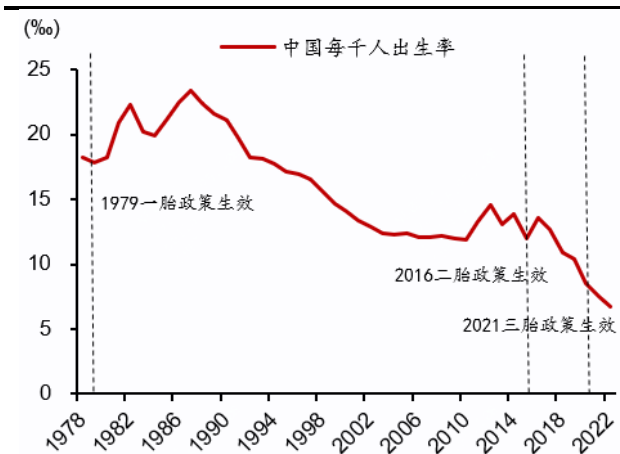
资料来源：万得，招银国际环球市场预测

图 21: 20-34 岁之间女性人口数量及同比变化趋势



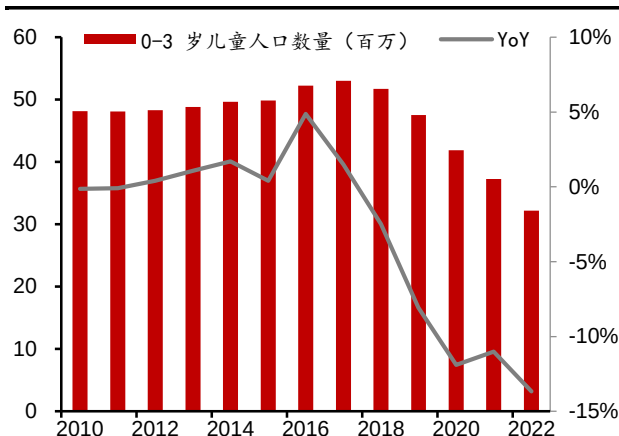
资料来源：万得，招银国际环球市场

图 22: 中国出生人口及同比变化趋势



资料来源：万得，招银国际环球市场

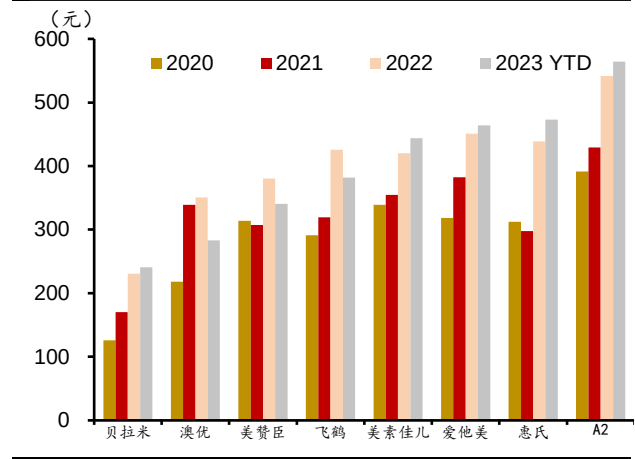
图 23: 0-3 岁之间儿童人口数量及同比变化趋势



资料来源：万得，招银国际环球市场预测

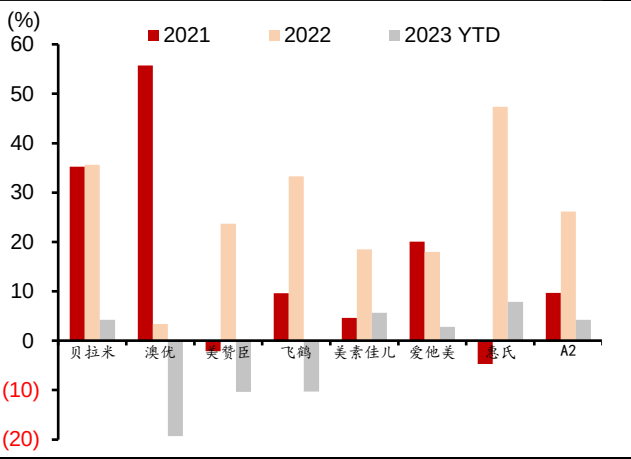
展望 2024 年，我们预计婴配粉市场价格战情况将会随着小品牌的退出再度减小，婴配粉市场规模总量的缩减趋势将延续。今年中，婴配粉行业“新国标”调整已在下半年中完成落地。长期来看，中国奶粉消费升级趋势不变，但是品牌提价幅度可能延续疲弱。淘天平台数据显示，今年内高端品牌仍然可以维持价格上涨的动力，但是提价幅度明显收缩，高端市场竞争加剧。

图 24：淘天平台上婴配粉 ASP 对比



资料来源：魔镜数据库，招银国际环球市场预测

图 25：淘天平台上婴配粉 ASP 同比变化



资料来源：魔镜数据库，招银国际环球市场预测

企业投入成本将持续优化

啤酒方面，2024 年成本方面利好影响将扩大。得益于今年法国农作物丰收，进口大麦价格年初至今持续走低。自 2020 年 5 月起对澳麦实行“双反”三年来，政策于 2023 年 8 月正式取消，内地啤酒企业均表示此举将有利于 2024 年起压缩原材料采购成本。包装成本方面，高端化进程引领内非即饮渠道的啤酒消费需求增高，中国市场罐化率逐渐走高，由 2021 年的 26.3% 上升到 2023 年的 32.5%，毛利率偏低的玻璃瓶产品占比减少。此外，供应链受阻以来，多数企业通过对冲等手段已将铝材成本上升压力转移，预计未来面临包材成本波动将进一步减少。

乳制品方面，原奶价格由 2021 年 8 月起持续走弱，目前已由 4.4 元/公斤跌至 3.7 元/公斤。我们认为，当前情况主要是由于大规模乳企牧场市占率不断提升以及供需不平衡所导致，我们预计，原奶价格走弱趋势将延续至 2024 年。2022 年中国液奶消费出现 8 年来的首次下降，降幅约为 8%。2023 年初至今，乳品下游需求总量仍并未恢复，全国乳制品产量增速低于牛奶产量。由于原奶未经杀菌、检验、包装等多个步骤处理不能直接销售，牧场端定价能力较低，原奶价格与终端需求联系密切。2023 年初至今，饲料价格持续上涨，有牧场面临经营压力被迫关停或破产。但全国奶牛存栏数量并未减少，牧业集团扩建仍在继续。2023 年前 3 季度，全国 5 个主产区的牛奶产量增速达到 6-27%。据艾弗沙利文统计，2015 年千头奶牛以上的牧场供应原奶总量比例约为 24%，2022 年这一比例达到了 44%。我们预计，原奶供应正在加速向大型牧场整合，原奶低价局面在 2024 年中可能不会发生扭转。

黄金珠宝方面，随着美联储停止加息预期增强，金价仍将维持在高位，但是波动区间会更为缓和。今年以来，中国黄金投资需求稳定。据中国黄金协会披露，前三季度的中国黄金消费量同比增长 7.3%，黄金首饰消费同比增长 5.7%。周大福管理层曾表示，尽管面临金价再度上涨以及黄金类收入占比持续提升影响毛利率水平，公司有望通过调节营销费用率、黄金借贷比例等方式保证核心利润率改善，并计划于 2024 年中集中发力镶嵌类商品的推出。对于 2024 年，公司表示，面临金价上涨会调整黄金对冲比例，运用黄金负债成本优势，并对营销费用率继续实行把控，以实现核心净利润率改善。周大福作为头部品牌，虽然以黄金商品为主的收入构成的模式将持续，但其贴合年轻一代消费偏好推出的联名类、国潮类的黄金及镶嵌类商品将助力品牌在接下来的白热化市场竞争格局中保持增长韧性，并在中期体现出对于毛利率的提升贡献。

图 26: 食品饮料公司对原材料敏感度分析

(RMB mn)	Assumed % change	CRB	Tsingtao	Budweiser (USD mn)	Mengniu	Yili	Feihe	Nongfu	UPC	Tingyi	Nissin (HKD mn)
Revenue (2023E)		38,441	35,702	6,783	99,315	127,901	20,371	40,843	29,549	83,970	38,722
Gross profit		15,491	13,416	3,493	36,151	41,018	12,616	23,999	8,983	25,670	13,204
GPM		40.3%	37.6%	51.5%	36.4%	32.1%	61.9%	58.8%	30.4%	30.6%	34.1%
Packaging & raw mat cost change	-10%	1,276	1,284	222	3,790	5,213	620	862	641	2,711	1,276
GPM impact		3.3%	3.6%	3.3%	3.8%	4.1%	3.0%	2.1%	2.2%	3.2%	3.3%

资料来源：公司数据，招银国际环球市场预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址：香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。